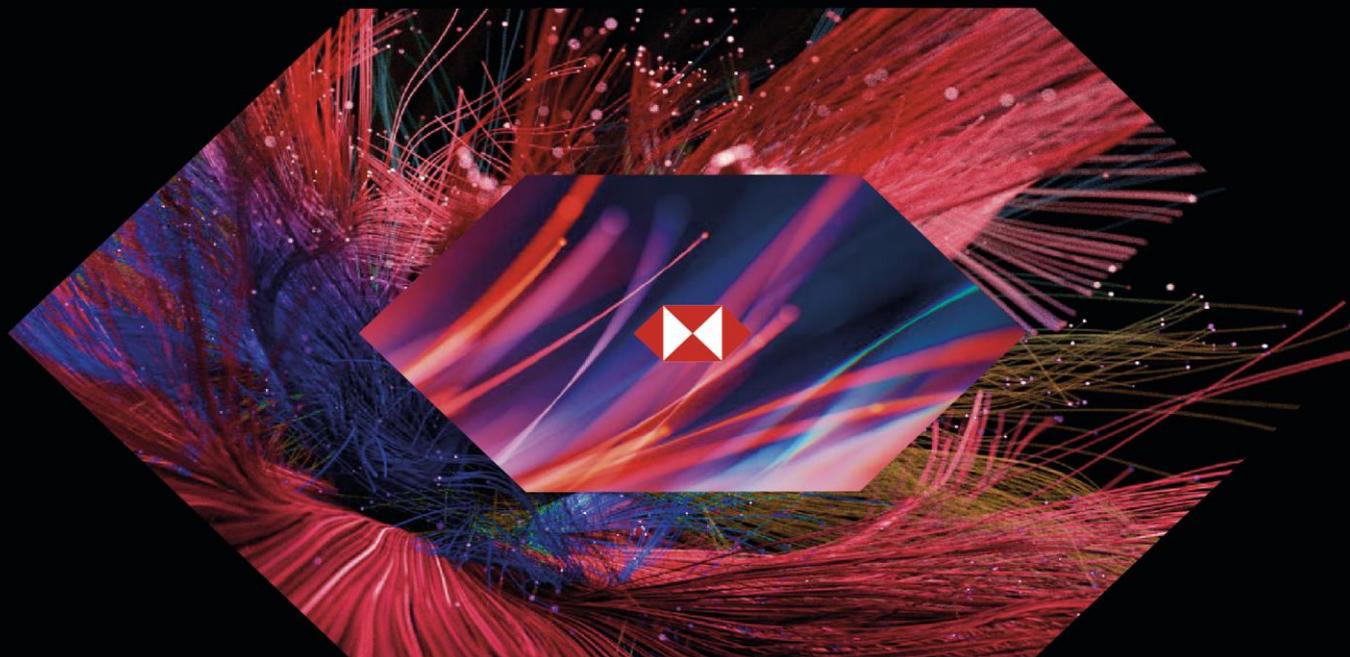


インベストメント・マンスリー 2024年10月

中国株が反発



要旨

マクロの見通し

- ◆ インフレ率の低下と成長鈍化は、**経済のソフトランディング**という当社の標準シナリオと整合している。
- ◆ **米連邦準備制度理事会（FRB）による金融緩和サイクルの開始**に伴い、世界の他の中央銀行が利下げを進める道が開かれた。
- ◆ **世界的に経済成長において「多段階」が引き続き見られる**。中国では、新たな政策支援を通じて当局が本年の成長目標（約5%）の達成を確信している模様。
- ◆ **株式市場の良好なリターンが幅広く見られるうえ、企業の利益成長への期待の裾野が広がる**なか、セクターや地域にて主役が交代する「大転換（グレート・ローテーション）」が起きると考える。

投資戦略の主なポイント

- ◆ **ソフトランディングが実現すれば、市場のローテーションを促進し**、新興国市場、出遅れセクター、小型株、バリュー・ファクターを押し上げることになるだろう。
- ◆ 一方、投資家は、世界経済の冷え込み、選挙を巡る不確実性、地政学的リスクのなか、**より不安定な市場環境**に留意する必要がある。
- ◆ 債券市場では、**利回り曲線の「構造的スティープ化」が強く示唆**されている。プライベートクレジット、実物資産、ヘッジファンドは引き続き魅力的。
- ◆ **新興国は米ドル安の恩恵を受けるだろう**。当社ではアジアの株式や社債、現地通貨建新興国債券を選好。

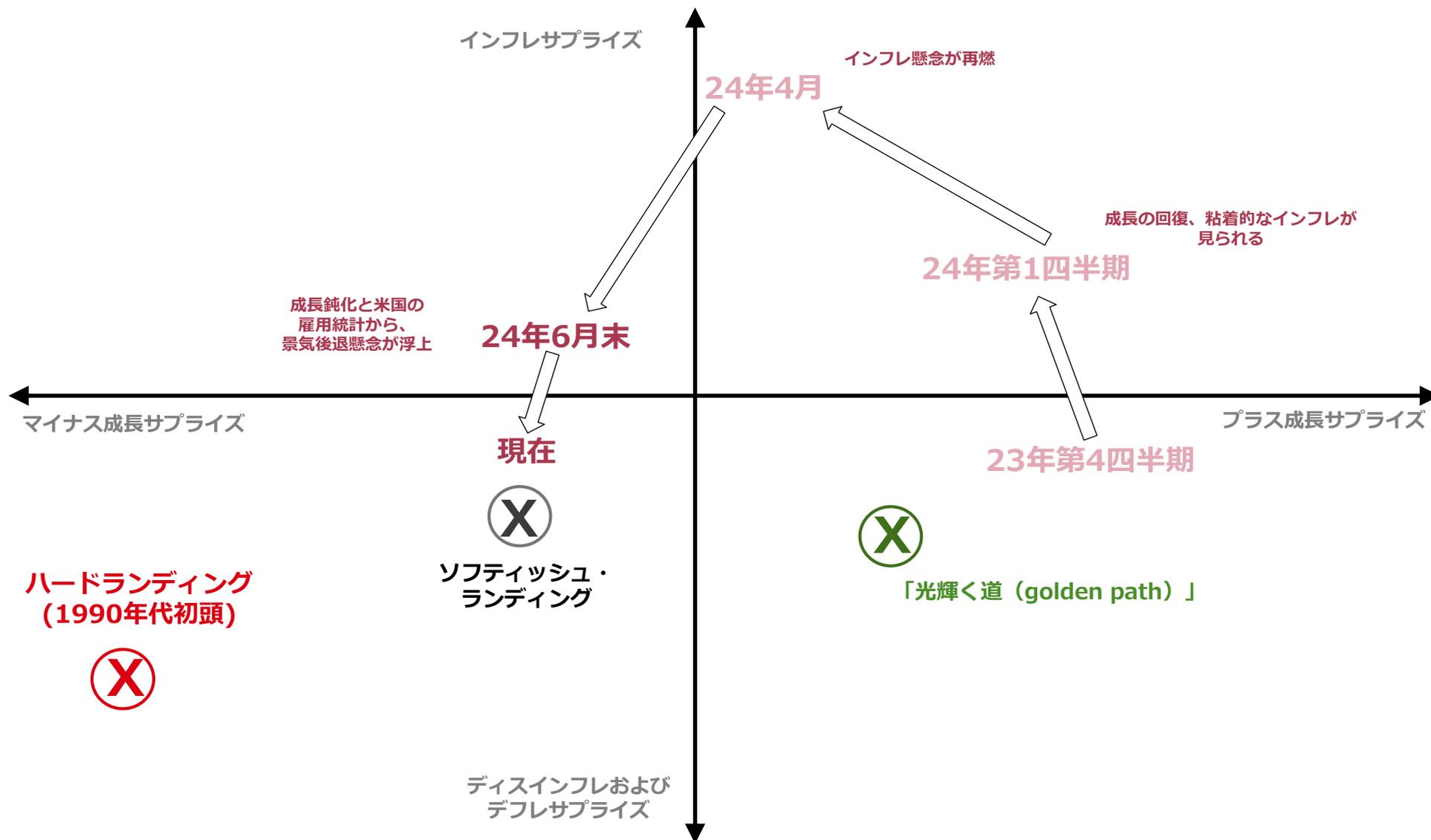
中央銀行の政策

- ◆ **中国の包括的な政策措置**は、信頼感、経済、市場などの持ち直しに向けた政府の強い意志の表れと考える。
- ◆ **FRBによる50bpの利下げ**は、インフレ率の上昇リスクが緩和する一方、雇用の下振れリスクが高まったとの判断を反映している。
- ◆ **米国の財政政策は下半期から2025年にかけて成長を多少抑制する可能性はあるが**、これは11月の大統領選挙結果に大きく左右されるだろう。
- ◆ 日銀は、市場を動揺させることなく金融政策正常化を進める中で、**さらなる利上げには慎重な姿勢**を取ると予想される。

マクロおよび市場シナリオ

ソフトィッシュ・ランディング	インフレ率は目標付近で安定。GDP成長率はトレンドラインを下回る。企業の利益成長の裾野が広がる。
ハードランディング	景気抑制的な政策が景気後退を誘発。インフレ率は2%を下回る。多くの資産クラスにて売り優勢の展開に。一方、債券は堅調に推移。
「光輝く道（golden path）」	生産性がインフレを引き起こさずにGDPを押し上げる。強気相場が続く。依然として米国が市場のけん引役に。

2024年のマクロシナリオ



当社の見方

経済のソフトランディングは市場の「グレート・ローテーション」を促し、セクターや地域においてリターンの上押しが見られると考える。しかし、世界経済の成長鈍化、選挙を巡る不確実性、地政学的リスクが逆風となっている。当社は、先進国と新興国市場の双方にて高品質の債券、プライベートクレジットを含むオルタナティブ資産、アジアの株式や社債を選好。

- ◆ **株式**：市場のけん引役の交代により、出遅れたセクターならびに地域のパフォーマンスが改善すると考える。当社は新興国およびフロンティア市場、特にアジア市場を選好。クオリティ、ディフェンシブセクター、小型株、バリュー株に引き続き着目している。
- ◆ **国債**：米国の経済成長が鈍化し、インフレ率が目標の2%に近づくなか、さらなる緩和が予想される。このため、10年物米国債利回りは低下すると考えられる。FRBが政策金利を引き下げることにつれ、利回り曲線は「ブルステイプ化（金利低下とともにステイプ化）」するだろう。
- ◆ **社債**：米国景気の冷え込みにもかかわらず、投資適格社債とハイ・イールド社債のスプレッドは歴史的にタイトな水準で取引が続いている。「オールイン利回り（金利、スプレッド、手数料など全てを勘案した利回り）」が高いことから、当資産クラスには潜在的な魅力がある。

株式	見通し	変更	国債	見通し	変更	社債	見通し	変更	FX & オルタナティブ	見通し	変更	アジア資産	見通し	変更
グローバル	▼	—	先進国国債	↔	—	グローバル投資適格社債	↔	—	金	▲	—	現地通貨建 アジア新興国国債	▲	—
米国	▼	—	米国	▲	—	米ドル建投資適格社債	↔	—	その他コモディティ	↔	—	中国人民幣元債券	↔	—
英国	↔	↑	英国	▲	—	ユーロ・英ポンド建投資適格社債	↔	↓	不動産	▲	—	アジア株式（除く日本）	▲	—
ユーロ圏	↔	↑	ユーロ圏	▲	↑	アジア投資適格社債	↔	—	インフラ	▲	—	中国株式	▲	—
日本	↔	↓	日本	▼	—	世界ハイ・イールド社債	↔	—	ヘッジファンド	▲	—	インド株式	▲	—
新興国	▲	—	インフレ連動債	↔	—	米国ハイ・イールド社債	▼	—	プライベートクレジット	▲	—	アセアン株式	▲	↑
中東欧・中南米	▼	↓	現地通貨建 新興国国債	▲	—	欧州ハイ・イールド社債	▼	—	プライベートエクイティ	↔	—	香港株式	▲	—
フロンティア	▲	—				アジア・ハイ・イールド社債	↔	—	米ドル	▼	—	アジア通貨	▲	—
						グローバルABS	▲	—	暗号資産	▼	—			
						米ドル建新興国債券（総合）	▲	—						

見通しは、12ヶ月以上の投資見直し
出所：H S B Cアセットマネジメント、2024年10月現在

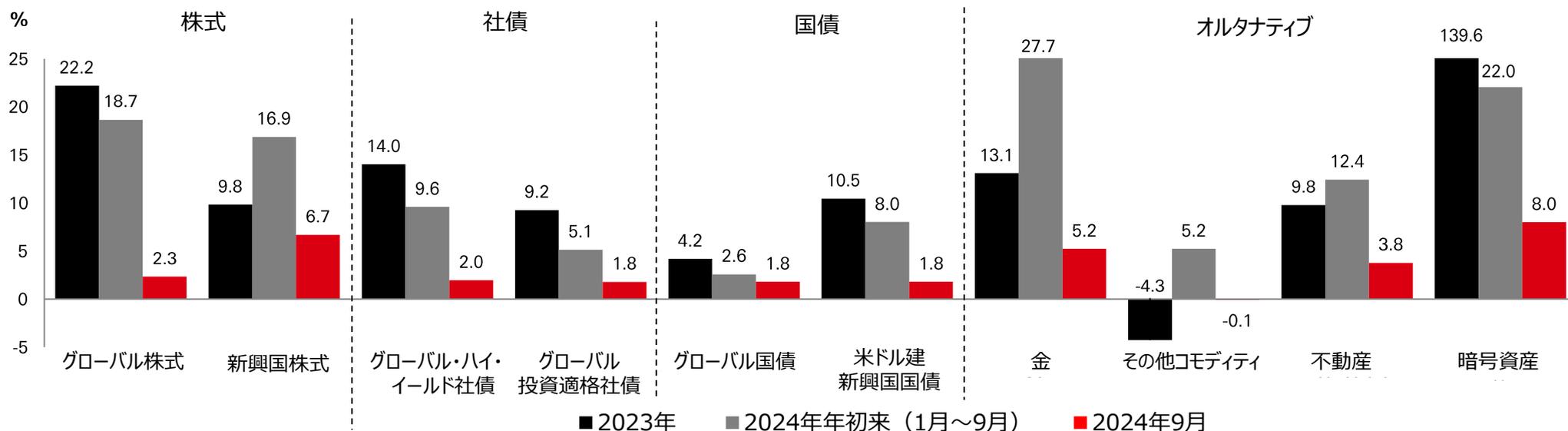
見通し：
▲ オーバーウェイト
↔ 中立
▼ アンダーウェイト

前月からの変更：
— 変更なし
↑ 上方修正
↓ 下方修正

資産クラス別パフォーマンス

9月のグローバル株式は堅調に推移した。中国株式市場は2015年以降で概ね最高水準のリターンとなった。ディフェンシブや金利敏感セクターがリターンを主導するなど、パフォーマンスにおいてローテーションが見られた。世界的に成長減速の兆候があるなか、国債利回りは低下。社債ではアジアのハイ・イールド社債がアウトパフォーム。

- ◆ **国債**：市場が経済成長の鈍化を織り込んだため、国債は引き続き上昇（利回りは低下）。2年物と10年物との米国債利回り格差はプラスに転じた。
- ◆ **株式**：9月の新興国市場は好調。中国市場がリターンを主導し、ASEANおよびインド市場も概ね良好なパフォーマンスとなった。夏場に売り込まれた米国の大型ハイテク株は総じて好調であった。米国の小型株、英国株、ラテンアメリカおよびフロンティア市場においては、出遅れが見られた。
- ◆ **オルタナティブ**：不動産を含む金利に敏感な資産クラスは引き続き好調に推移。銅を含む産業用金属も上昇し、金は再び最高値を更新。原油価格は下落。



* 過去の実績は将来のパフォーマンスを示唆するものではありません。利回りは保証されているものではありませんので、将来的に上昇または下降する可能性があります。情報は上記の国やセクターへの投資を推奨するものではありません。注：資産クラス別パフォーマンスの各インデックスは以下の通り。

グローバル株式：MSCI ACWI Net Total Return USD Index 新興国株式：MSCI Emerging Market Net Total Return USD Index グローバル・ハイ・イールド社債：Bloomberg Global HY Total Return Index value unhedged グローバル投資適格社債：Bloomberg Global IG Total Return Index unhedged グローバル国債：Bloomberg Global Aggregate Treasuries Total Return Index 米ドル建新興国国債：JP Morgan EMBI Global Total Return USD 金：Gold Spot \$/OZ (スポット価格) その他コモディティ：S&P GSCI Total Return CME 不動産：FTSE EPRA/NAREIT Global Index TR USD 暗号資産：Bloomberg Galaxy Crypto Index USD 出所：ブルームバーグ、米ドルベース、トータル・リターン 2024年9月30日現在

マクロ経済の標準シナリオとその影響

マクロ経済動向

米国

- ◆ **米国**では、FRBが9月に50bpの大幅利下げを実施し、緩和サイクルを開始。パウエルFRB議長は、この動きを「インフレ抑制からソフトランディングの確保へと政策転換する」と捉え「再調整」と表現。FRBの24年末のFF金利の予想中央値は4.4%。
- ◆ 財のインフレは正常化した。コアインフレは住宅およびサービス価格において若干の硬直性を示した。新規入居家賃指数の低下は住宅価格の上昇圧力の軟化を示唆。

欧州

- ◆ **ユーロ圏**：欧州中央銀行（ECB）が9月に25bpの利下げを実施し、ラガルド総裁はさらなる緩和は「データ次第」と改めて言及。9月の総合PMIは全般的に弱く、縮小。財のインフレ鈍化は続いている。サービス部門のインフレは引き続き強いが、今後数ヶ月間にて賃金上昇が鈍化するにつれ、緩和するだろう。
- ◆ **英国**：第3四半期における総合PMIは軟調であった。8月の総合インフレ率はイングランド銀行の目標である2%付近に。サービス部門のインフレ率は比較的高いが、民間部門の賃金上昇率は鈍化。生産価格は今後低下すると見られている。

アジア

- ◆ **中国**：人民銀行が大規模な景気対策を発表。内容は、(1)7日物リバースレポ金利の20bp引き下げ、(2)預金準備率（RRR）の50bp引き下げ、(3)最優遇貸出金利および中期貸出ファシリティの20~30bp引き下げ、(4)既存住宅ローン金利の50bp引き下げである。これらは不動産市場と株式市場への支援でもあった。
- ◆ **インド**：9月の総合PMIが本年1月と同水準まで低下し、勢いの衰えを示しているが、長期平均は上回っている。雇用意欲は引き続き堅調。
- ◆ **日本**：日銀総裁が9月の会合で利上げの緊急性はないと述べた。8月の生鮮食品とエネルギーを除くインフレ率はわずかに上昇した。財の価格は最近の円安を背景に堅調となる半面、サービス価格は安定を維持。

その他新興国

- ◆ **ラテンアメリカ**：メキシコではインフレ見通しの改善を受けて9月に25bpの利下げを行った。一方ブラジルでは、堅調な労働市場と第2四半期のGDPが予想を上回ったことから、25bpの利上げを実施。
- ◆ **東欧**：金融緩和サイクルが広がり、ハンガリーは利下げを再開。トルコではインフレが鈍化するなか、引き締め姿勢が後退し、年末までに利下げを示唆。南アフリカでは25bpの利下げが行われた。
- ◆ **MENA（中東・北アフリカ）**：サウジアラビア、オマーン、アラブ首長国連邦、バーレーンではFRBの足元の動きに伴い、50bpの利下げを実施。クウェートでは25bpの利下げが見られた。

標準シナリオとその影響

- ◆ **米国株式**では市場の勢いは9月も続いたが、成長見通しの鈍化は企業収益にリスクをもたらす可能性がある。特にバリュエーションが割高な分野では価格の調整が見られるだろう。ただし、ソフトランディングが達成されれば、ディフェンシブセクター、小型株、バリュー株に恩恵をもたらすローテーションが促進される可能性がある。
- ◆ 当社では、成長鈍化と利下げを受けて上昇を続けている**米国債**を株式よりも選好。

- ◆ **欧州株式**では、バリュー株とシクリカル株を選好。銘柄選別の際、企業の比較的堅調な利益成長と、世界的に見てやや妙味あるバリュエーションが支援材料になろう。
- ◆ **欧州国債**では、利回りは急低下。市場はECBが今後25年半ばにかけて大幅な金融緩和を行うと予想する中で、10年物国債利回りは当面レンジ相場になると見られている。

- ◆ **中国株式**では、マクロ環境の不確実性が続くなか、依然として大幅な割安感が見られる。アナリストが企業収益予想を引き続き見直しているが、最近の景気対策が一段の再評価につながる可能性も。
- ◆ **インド株式**では、力強い経済の勢い、堅調な企業の利益成長、構造改革に支えられている。割高なバリュエーション（特に中小型株）が引き続き懸念材料。しかし、インド準備銀行（RBI）の利下げの可能性は支援材料に。
- ◆ **日本株式**では、FRBの金融緩和に伴う円高が日本株のボラティリティを高める可能性も。また、輸出企業は外部リスクに脆弱。しかし、企業改革が引き続き追い風に。

- ◆ **新興国株式**では、好調に推移しているが、地域間でばらつきが見られる。特にラテンアメリカ市場は出遅れた。一方、適正水準にあるバリュエーションと景気サイクル/成長見通しの回復は好材料。当該株式は、構造的成長や循環的な上向きなど特異な傾向により、分散化のメリットが期待できる。
- ◆ **現地通貨建て新興国国債**では、好調なパフォーマンスを示しており、さらなる政策緩和の恩恵を受ける好位置にいる。

留意点

【当資料に関する留意点】

- ◆ 当資料は、HSBCアセットマネジメント株式会社（以下、当社）が投資者の皆さまへの情報提供を目的として作成したものであり、特定の金融商品の売買、金融商品取引契約の締結に係わる推奨・勧誘を目的とするものではありません。
- ◆ 当資料は信頼に足ると判断した情報に基づき作成していますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、データ等は過去の実績あるいは予想を示したものであり、将来の成果を示唆するものではありません。
- ◆ 当資料の記載内容等は作成時点のものであり、今後変更されることがあります。
- ◆ 当社は、当資料に含まれている情報について更新する義務を一切負いません。

<個人投資家の皆さま>

投資信託に係わるリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象としており、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し損失が生じる可能性があります。従いまして、投資元本が保証されているものではありません。投資信託は、預金または保険契約ではなく、預金保険機構または保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関でご購入の投資信託は投資者保護基金の保護の対象ではありません。購入の申込みにあたりましては「投資信託説明書（交付目論見書）」および「契約締結前交付書面（目論見書補完書面等）」を販売会社からお受け取りの上、十分にその内容をご確認いただきご自身でご判断ください。

投資信託に係わる費用について

購入時に直接ご負担いただく費用	購入時手数料 上限3.85%（税込）
換金時に直接ご負担いただく費用	信託財産留保額 上限0.5%
投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用	運用管理費用（信託報酬） 上限年2.2%（税込）
その他費用	上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。「投資信託説明書（交付目論見書）」、「契約締結前交付書面（目論見書補完書面等）」等でご確認ください。

- ◆ 上記に記載のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。
- ◆ 費用の料率につきましては、HSBCアセットマネジメント株式会社が運用するすべての投資信託のうち、ご負担いただくそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。
- ◆ 投資信託に係るリスクや費用はそれぞれの投資信託により異なりますので、ご投資される際には、かならず「投資信託説明書（交付目論見書）」をご覧ください。

HSBCアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第308号

加入協会 一般社団法人投資信託協会/一般社団法人日本投資顧問業協会/日本証券業協会



ホームページ

www.assetmanagement.hsbc.co.jp



電話番号 03-3548-5690

（受付時間は営業日の午前9時～午後5時）

